

Newsletter

High Yield

Janvier 2025

Le mois de décembre a été marqué par un discours peu accommodant de la FED, à la suite de la baisse de 25 points de base (bps) de ses taux directeurs. Pour l'année 2025, la FED n'envisage, pour le moment, qu'une baisse supplémentaire de 50bps. Dans ce contexte, les taux souverains ont significativement augmenté au cours du mois (+33bps pour le taux à 5 ans américain et +23bps pour le taux à 5 ans allemand). Les marchés High Yield enregistrent des performances opposées entre l'Europe (+0,67%) et les États-Unis (-0,57%). Cette divergence s'explique par les primes de risque : elles se sont écartées de 20bps outre-Atlantique, tandis qu'elles se sont resserrées de 23bps en Europe.

Faits marquants du mois

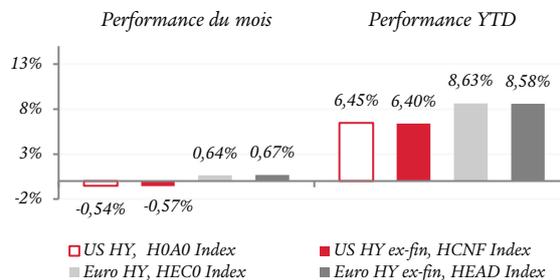
Performances

Sur le mois de décembre, le HY US affiche une performance négative de -0,57%, pénalisé à la fois par la hausse des taux souverains (+33bps sur le 5 ans américain) et par l'écartement des primes de risques (+20bps). De son côté, le HY Euro enregistre une performance de +0,67%, malgré la hausse des taux (+23bps sur le 5 ans allemand et +20bps sur le 5 ans français) ; le moteur de performance étant donc le resserrement des primes de risques (-23bps).

Segments de notation

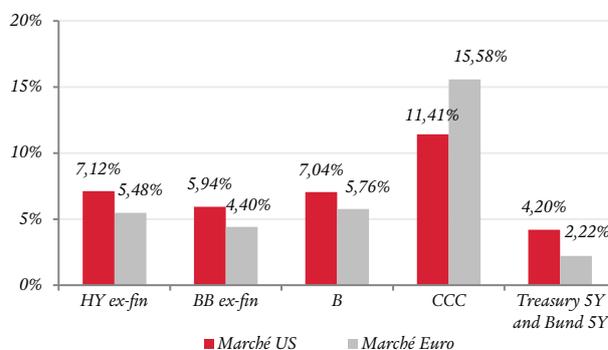
Côté américain, le segment BB, sensible aux taux, affiche la performance la plus négative (-0,78%, écartement des primes de +18bps), tandis que le B résiste (-0,42%) malgré un écartement plus large (+24bps), soutenu par des dossiers « high beta ». Le CCC, malgré un léger écartement des spreads (+4bps), progresse légèrement (+0,10%). Côté européen, tous les segments connaissent un resserrement des primes (BB : -20bps, B : -41bps, CCC : -99bps), mais le CCC affiche la seule contre-performance (-0,54% vs BB : +0,67%, B : +0,94%), pénalisé par des dossiers spécifiques.

PERFORMANCES DES MARCHÉS HIGH YIELD



Source : Swiss Life Asset Managers – 31.12.2024

YIELD TO WORST*



Source : Swiss Life Asset Managers – 31.12.2024

Avertissement : Source : Swiss Life Asset Managers France, Bloomberg. Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées. Les performances exprimées en devises étrangères sont couvertes en euro.

Secteurs

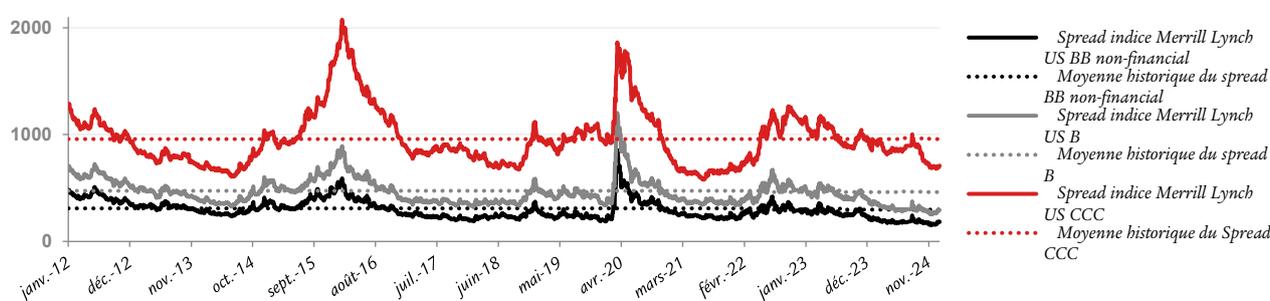
Outre-Atlantique, seuls les secteurs de la Technologie et la Diffusion Radio-Télévisée enregistrent des performances positives. La Télévision par Cable & Satellite, les Biens de Consommation et les Services aux collectivités sont les secteurs les plus en retrait.

En Europe, tous les secteurs affichent des performances positives avec l'Énergie, l'Industrie de base et la Technologie, une nouvelle fois, en tête. Hors Financières, les Biens d'équipement, la Consommation (Cyclique et Non-Cyclique) et les Services aux collectivités sont en queue de peloton.

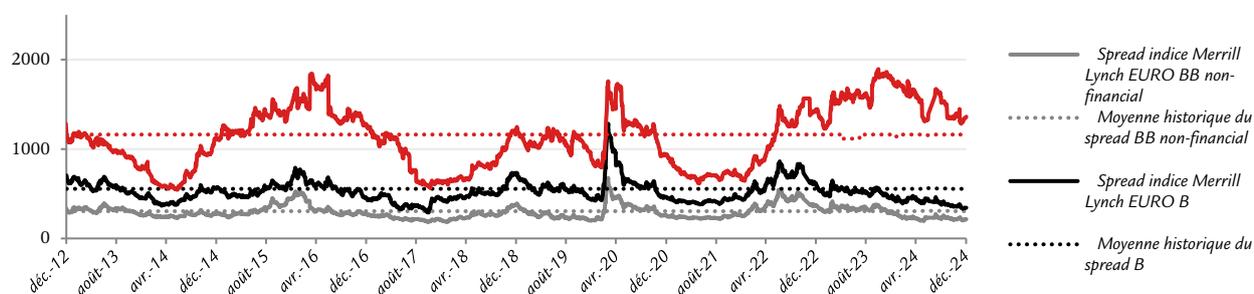
Marché primaire

Malgré un marché primaire traditionnellement au ralenti en fin d'année, les émissions HY US sont restées dynamiques avec 16,7Md\$ d'émissions (contre 9,7Md\$ en novembre 2024), marquées par (i) une proportion élevée de notations B/CCC (à 58%) avec notamment le détaillant Saks 11% 2029 (B/B3) pour 2,2Md\$ et (ii) le retour en grâce des émissions d'hybrides avec la double émission pour 3Md\$ du détaillant spécialisé dans la santé, CVS Health (BB+/Ba1). En Europe, le primaire a tourné au ralenti avec uniquement 1,6Md€ d'émissions (contre 2,8Md€ en novembre 2024) dont l'émission de 0,6Md€ de l'éditeur de jeux Asmodee (B/B2).

ÉVOLUTION DES SPREADS AUX ÉTATS-UNIS



ÉVOLUTION DES SPREADS EN EUROPE



Taux de défaut et évolution du gisement

Aux US, trois émetteurs ont procédé à des échanges « distressed » pour un total de 3,7Md\$ avec iHeartMedia (Media, 2,6Md\$), Springs (Biens de consommation, 0,2Md\$) et Graftech (Biens d'équipement, 1Md\$), impactant légèrement à la hausse le taux de défaut du US HY à 1,5% (contre 1,4% à fin novembre 2024 et 2,4% à fin décembre 2023). En Europe, les hybrides de la foncière Heimstaden AB (0,3Md€) ont été dégradées à « D » par S&P à la suite de la décision de l'émetteur de reporter le paiement d'intérêts sur ses hybrides. Le taux de défaut du HY Euro progresse nettement à 3,5% (contre 2,7% à fin novembre 2024 et 1,5% à fin décembre 2023), soit son plus haut niveau depuis septembre 2016.

Du côté des Rising Stars/Fallen Angels, le groupe finlandais de matériel de sport, Amer Sports (0,8Md\$), a été réhaussé en catégorie Investment Grade par S&P. À l'inverse, le sous-traitant automobile allemand Hella (0,5Md€), groupe détenu à 82% par Forvia, a été dégradé en catégorie High Yield par Moody's.

Avertissement : Source : Swiss Life Asset Managers France, Bloomberg. Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées. Les performances exprimées en devises étrangères sont couvertes en euro.



Notre stratégie

« Une très bonne année 2024 pour les marchés High Yield »

Édouard Faure

Responsable de la gestion Crédit

1. Stratégie High Yield

La politique des Banques Centrales continue de tenir le marché en haleine. Comme attendu, la FED et la BCE ont baissé leur taux directeur de 25 points de base (bps) en décembre. Lors de son discours, la FED a annoncé ne prévoir qu'une baisse de 50bps de son taux directeur pour l'année 2025. Cette position, moins accommodante qu'espérée, a entraîné une forte hausse des taux souverains : le taux à 10 ans américain a augmenté de 40bps sur le mois. En parallèle, le taux à 10 ans allemand a également augmenté, mais dans des proportions plus limitées, de 28bps. Depuis septembre, la FED a baissé ses taux de 100bps, tandis que le taux à 10 ans américain a augmenté de 100bps, un phénomène inédit !

La surprise du discours de la FED s'est également ressentie sur le marché des actions, avec la plus forte baisse du S&P 500 lors d'une journée de décision de la FED (près de 3% de baisse).

Le marché du crédit High Yield américain a aussi réagi négativement aux annonces de la FED, enregistrant une baisse de 0,54% en décembre. Cette baisse s'explique par la contribution négative de la hausse des taux et par un écartement de 20bps des primes de risque. Les performances par notation dépendaient largement de l'évolution des taux souverains : les BB, plus sensibles à ces derniers, ont sous-performé, tandis que les CCC, plus spéculatifs, ont surperformé.

En Europe, la dynamique était différente : la contribution négative des taux souverains à la performance a été compensée par le resserrement des primes de risque de 30bps. Ainsi, le segment High Yield Euro a terminé le mois de décembre avec une performance positive de +0,64%. Le segment B, ayant largement profité du resserrement des primes de risque et étant moins sensible à l'évolution des taux, a surperformé les autres notations.

L'année 2024 restera un excellent millésime pour les marchés High Yield, avec des performances remarquables de +8,63% en Europe et +6,45% aux États-Unis. Les principaux contributeurs à cette performance sont la compression des primes de risque (-84bps en Europe et -42bps aux États-Unis) ainsi que le portage.

La liquidité des marchés en décembre étant très faible, nous n'avons pas entrepris de changement radical de stratégie dans nos portefeuilles. Nous continuons à adopter une approche prudente sur les secteurs cycliques, en particulier en Europe où la croissance économique reste très faible. Nous maintenons une durée plus longue que celle du marché, anticipant un retracement, au moins partiel, de la forte hausse des taux enregistrée en décembre.

2. Les ratios de crédit HY US se dégradent au T3 2024 mais la situation bilancielle demeure saine

La saison de publications des résultats du T3 2024, désormais clôturée, a été marquée par une croissance des bénéfices par action (BPA) meilleure qu'attendue à +6% en glissement annuel aux Etats-Unis sur le S&P 500 (soit +5pts au-dessus des attentes) et à -2% en Europe sur le Stoxx Europe 600 (soit +2pts au-dessus des attentes). Toutefois, la croissance des BPA au T3 2024 a été séquentiellement plus faible, aussi bien aux Etats-Unis (après +10% au T2 2024) qu'en Europe (0% au T2 2024), en ligne avec des indices d'activité PMI qui se sont affaiblis sur la période. Alors que les surprises positives sur les BPA du T3 2024 permettent aux anticipations de croissance des BPA en 2025 de s'orienter à la hausse, il convient de noter que la proportion de sociétés qui surprennent à la hausse sur leur chiffre d'affaires reste en revanche limitée, aussi bien aux Etats-Unis qu'en Europe. De plus, les avertissements sur résultats ont continué d'augmenter au T3 2024, notamment sur le secteur de la Consommation discrétionnaire qui souffre d'un affaiblissement de la demande de la part des consommateurs finaux.

Si l'on se tourne vers les publications T3 2024 des émetteurs High Yield aux Etats-Unis, le constat est peu ou prou identique par rapport aux indices actions cités plus haut avec (i) un chiffre d'affaires stable par rapport au T2 2024 et (ii) un résultat opérationnel (« EBITDA ») en progression à +1,2% en glissement annuel (soit +3% par rapport au T2 2024) avec néanmoins une différence entre les notations « BB » (+3,1%) et « CCC » (+8,9%) qui bénéficient d'une amélioration de leur EBITDA alors que la catégorie « B » enregistre une contraction de l'ordre de -4,6% de son EBITDA. Dans ce contexte, 1/3 des émetteurs High Yield US a publié des résultats T3 2024 au-dessus des attentes contre 14% en-deçà des attentes, soit un ratio relativement confortable à 2.4x (contre 2.6x au T2 2024). Cependant, dans l'environnement actuel marqué par d'importantes incertitudes politiques (impact de la nouvelle administration Trump), les émetteurs ont communiqué des perspectives particulièrement prudentes avec autant de perspectives jugées positives que négatives.

Du côté des ratios de crédit des émetteurs High Yield US, le ratio de levier brut se détériore légèrement à 4.1x au T3 2024 (soit +0.3x par rapport à son plus bas historique des 15 dernières années, atteint au T1 2023) et se rapproche progressivement de sa moyenne long-terme de 4.3x. Par tranche de notation, les leviers bruts du BB (3.4x), B (4.7x) et CCC (6.8x) restent également inférieurs à leur moyenne long-terme de 3.5x, 5.0x et 7.6x respectivement, soulignant une situation bilancielle globalement saine sur l'ensemble du spectre des émetteurs High Yield US. De la même façon, le ratio de couverture des intérêts (ICR) s'est affaibli au T3 2024 à 4.7x (contre 4.9x au T2 2024) mais demeure encore supérieur à la moyenne long-terme de 4.5x. Cette dégradation s'explique par la hausse des charges financières (+8% en glissement annuel) liées aux multiples opérations de refinancement de 2024 qui se sont effectuées à un coût moyen plus élevé.

En conclusion, alors que les ratios crédit des émetteurs High Yield aux Etats-Unis se sont légèrement dégradés au T3 2024, nous estimons que la situation bilancielle de la grande majorité des émetteurs demeure confortable. Si on se projette sur 2025, il convient de mentionner que les émetteurs High Yield US sont particulièrement sensibles à la dynamique macro-économique domestique (contrairement aux émetteurs High Yield Europe davantage diversifiés géographiquement) qui devrait, selon nous, rester favorablement orientée en 2025 au regard des perspectives économiques positives liées à la nouvelle administration Trump. Toutefois, le caractère inflationniste des futures politiques économiques et son impact sur la politique monétaire de la FED pourrait conduire à des tensions haussières sur les taux et par ricochet sur les charges financières des émetteurs High Yield, notamment ceux qui présentent des structures d'endettement majoritairement à taux variable ou qui ont des besoins de refinancement élevés à court-terme.

À propos de Swiss Life Asset Managers

Swiss Life Asset Managers dispose de plus de 165 ans d'expérience dans la gestion des actifs du groupe Swiss Life. Ce lien étroit avec l'assurance conditionne sa philosophie d'investissement qui a pour principaux objectifs d'investir dans le cadre d'une approche responsable des risques et d'agir chaque jour dans l'intérêt de ses clients. Swiss Life Asset Managers propose également cette approche éprouvée à des clients tiers en Suisse, en France, en Allemagne, au Luxembourg, au Royaume-Uni, en Italie et dans les pays nordiques.

Au 30 juin 2024, Swiss Life Asset Managers gère 272,3 milliards d'euros d'actifs pour le groupe Swiss Life, dont plus de 121,2 milliards d'euros d'actifs sous gestion pour le compte de clients tiers. Swiss Life Asset Managers est gestionnaire immobilier leader en Europe¹. Sur les 272,3 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 91,1 milliards d'euros sont investis dans l'immobilier. Par ailleurs, Swiss Life Asset Managers administre 21,6 milliards d'euros de biens immobiliers conjointement avec Livit. Au 30 juin 2024, Swiss Life Asset Managers gère ainsi 112,7 milliards d'euros de biens immobiliers.

Swiss Life Asset Managers emploie plus de 2 200 collaborateurs en Europe.

Construire son indépendance financière pour vivre selon ses propres choix

Swiss Life permet à chacun de construire son indépendance financière pour vivre selon ses propres choix et envisager l'avenir en toute confiance. C'est également l'objectif poursuivi par Swiss Life Asset Managers : nous pensons à long terme et agissons de manière responsable. Forts de nos connaissances et de notre expérience, nous développons des solutions d'investissement d'avenir. Nous aidons ainsi nos clients à atteindre leurs objectifs d'investissement à long terme. Cela permet ensuite à leurs clients de planifier à long terme et à construire leur indépendance financière pour vivre selon leurs propres choix.

¹ Enquête 2024 de l'INREV sur les gestionnaires de fonds (sur la base des actifs sous gestion au 31.12.2023).

Avertissement :

Les informations contenues dans ce document sont accessibles aux clients professionnels et non professionnels au sens de l'art 4 de la LSFIn qui reprend les directives de MiFid. Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information et de marketing. Il ne doit pas être interprété comme un conseil en investissement ou une incitation à effectuer un placement. Cette présentation contient des données de marché historiques. Les tendances historiques des marchés ne sont pas un indicateur fiable du comportement futur des marchés. Ces données sont fournies uniquement à titre d'illustration. En fonction de la date d'édition, les informations présentées peuvent être différentes des données actualisées. Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document ne sauraient constituer un quelconque engagement ou garantie de Swiss Life Asset Managers France.

La responsabilité de Swiss Life Asset Managers France ne saurait être engagée par une décision prise sur la base de ces informations. Toutes les informations et opinions exprimées dans ce document peuvent faire l'objet de modifications. Tout investisseur potentiel doit prendre connaissance du DIC et du prospectus de chaque OPCVM remis avant toute souscription. Ces documents sont disponibles gratuitement sous format papier ou électronique, auprès de la Société de Gestion du fonds ou son représentant : Suisse : Swiss Life Asset Management AG, General-Guisan-Quai 40, P.O. Box 2831, 8002 Zürich ; France : Swiss Life Asset Managers France, 153, rue Saint-Honoré, 75001 Paris ou sur le site fr.swisslife-am.com. Sources : Swiss Life Asset Managers, données au 31/12/2024. « Swiss Life Asset Managers » est la marque des activités de gestion d'actifs du Groupe Swiss Life.

* Le Yield to worst ou « rendement au pire » s'apparente au rendement le plus faible qu'une obligation pourra offrir à son détenteur, hors défaut de paiement.

Retrouvez toutes nos publications sur

www.swisslife-am.com

N'hésitez pas de nous contacter pour des plus amples questions :

En France : service.clients-securities@swisslife-am.com,

Tél. : +33 (0)1 40 15 22 53

En Suisse : info@swisslife-am.com

Swiss Life Asset Managers France

Société de Gestion de portefeuille

GP-07000055 du 13/11/2007

Société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance
au capital de 671.167 Euros

Siège social : Tour la Marseillaise, 2 bis, boulevard
Euroméditerranée, Quai d'Arenc 13002 Marseille

Bureau principal : 153, rue Saint-Honoré, 75001 Paris

